



浅议企业整体上市 对公司发展的影响

/潘照安

随着市场经济的不断完善,上市公司的增加,有些公司企业依靠整体上市获得了巨大的成功。自2004年武钢股份实施整体上市方案以来,整体上市概念就一直成为市场关注的焦点。特别是进入2007年,整体上市概念更成为市场资金追逐的热点,无论哪类行业,无论哪只股票,只要有整体上市的传闻,立刻就会有涨停板出现。

一、上市公司整体上市的主要做法

整体上市是指一家公司将其主要资产和业务整体改制为股份公司进行上市的做法。根据证券交易所上市资格和公司法关于上市公司的相关规定,一个股份公司想要上市必须达到一些硬性的会计指标,为了达到这个目的,股东一般会把一个大型的企业分拆为股份公司和母公司两部分,把优质的资产放在股份公司,一些和主业无关、质量不好的资产(例如:食堂、幼儿园、亏损的资产等)放在母公司,这就是分拆上市,股份公司成功上市后再用得到的资金收购自己的母公司,称为整体上市。上市公司整体上市的主要做法有:

(一) 定向增发股票

定向增发股票实际上就是海外常见的私募,即非公开发行即向特定投资者发行。定向增发的主流模式如下:

模式一:资产并购型定向增发。整体上市目前受到市场比较热烈的认同,如鞍钢、太钢公布整体上市方案后股价持续上涨,其理由主要在于:

1.整体上市对业绩的增厚作用。整体上市条件下,鉴于大股东持有股权比例大幅度增加,未来存在更大的获利空间,所以在增发价格上体现出了一定的对原有流通股东比较有利的优惠。如鞍钢定向增发收购资产的PE水平达到7.2倍,超过增发同期市场钢

铁平均6.9倍的水平,考虑鞍钢较高的行业地位和拥有铁矿石资源,业绩波动较小,PE水平应超过行业平均水平,则这一定向增发价格将显著增厚公司的业绩水平。

2.减少关联交易与同业竞争的不规范行为,增强公司业务与经营的透明度,减少了控股股东与上市公司的利益冲突,有助于提升公司内在价值。

3.对于部分流通股本较小的公司通过定向增发、整体上市增加了上市公司的市值水平与流动性。

模式二:增发与资产收购相结合。上市公司在获得资金的同时反向收购控股股东优质资产,预计这将是比较普遍的一种增发行为。对于整体上市存在明显的困难,但是控股股东又拥有一定的优质资产,同时控股股东财务又存在一定变现要求的上市公司,这种增发行为由于能够迅速收购集团的优质资产,改善业绩空间或公司持续发展潜力,因此在一定程度上构成对公司发展的利好。但是具体利好程度而言,则要考虑发行价格与资产收购的价格。

模式三:财务型定向增发。主要体现为通过定向增发实现外资并购或引入战略投资者财务性定向增发其意义是多方面的。首先是有利于上市公司比较便捷地实现增发事项,抓住有利的产业投资时机。其次,定向增发成为引进战略投资者,实现收购兼并的重



企业纵横

要手段。此外,对于一些资本收益率比较稳定而资本需求比较大的行业,如地产、金融等,定向增发由于方便、快捷、成本低,同时容易得到战略投资者认可。

模式四:优质公司通过与现金收购相比,定向增发作为并购手段能大大减轻并购后的现金流压力。同时,定向增发更有利于发挥龙头公司的估值优势,能够真正起到扶优扶强的效果,因而,这种方式对龙头公司是颇具吸引力的。

(二) 换股合并

现金方式合并过程中,通常有“以大吃小”的特征,换股合并则可以一定程度上摆脱合并中资金规模的限制,所以它通常适用于大规模层次上的强强合作。西方国家的购并大约经历了五个阶段。进入20世纪90年代末期,以网络为代表的新经济的空前发展为第五次购并注入了巨大的活力。随着世界经济一体化进程的加快,各国企业都借购并来增强自身实力,强强联合,优势互补,通过战略性购并获得新技术的知识产权、高科技人才、管理队伍,使未来潜在的竞争者为自身所利用成为一条捷径。思科、微软的成长史也就是一部公司购并史。据有关资料统计,在美国,现金支付比重由1976年的52%下降到1986年42%,到1995年为27%;股票支付方式所占比重由1976年的26%上升到1986年的34%,又增长到1995年的37%。1996年,美国企业并购交易的支付结构为现金33%,股票支付39%,混合支付28%。因此,从美国企业合并的发展演变我们可以看出,换股合并已成为企业合并最基本的合并方式。特别是随着战略性并购的发展,企业并购所涉及的规模日益庞大,以股票为主要支付方式的合并已经占到了战略性并购的80%以上。

二、央企整合,引领2007年市场潮流

国资委副主任李伟在两会期间曾公开表示,国资委今年将会更积极地推动中央企业整体上市。同时央企整合还设定了两项硬指标:一是央企队伍从当前的157家要在四年间即到2010年缩编至80至100家,这意味着央企将呈现“强者更强,弱者出局”的格局;二是国资委要在4年内即到2010年内培养出30至50家具有国际竞争力的大企业集团,整合是最快捷、最有效的途径。央企整

合是继股改之后的又一次革命,是大盘持续向上的加油站。央企整合是国家宏观利益与公司以及投资者的共赢,央企利用资本市场进行整合的高潮已经到来。

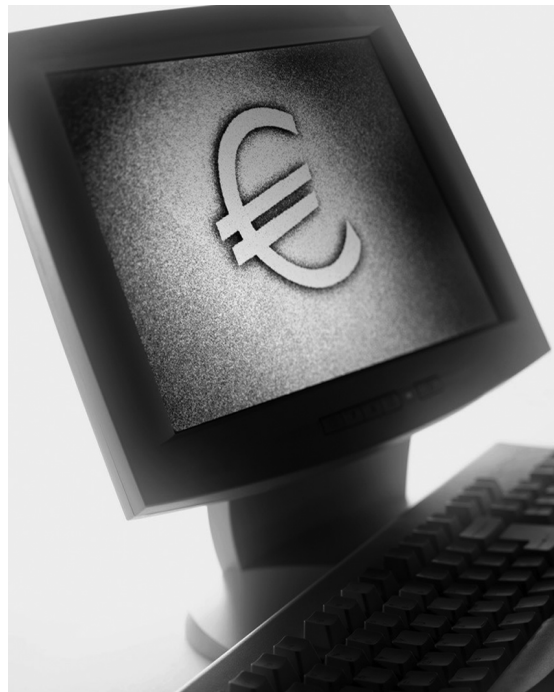
央企整合带来的投资收益有以下方面:资产注入使得短期内市场因为整合预期所带来较高的估值;外生性的资产注入提升了上市资产的盈利能力,这在未来将表现为上市公司内生性的业绩增长。

央企的优势在于其拥有庞大的资产,截至2006年底,央企资产总额已经超过12万亿元,而两市目前总市值才10.5万亿。从我们统计与央企相关的近200家A股上市公司来看,这些上市公司2006年3季报显示的总资产为2.3万亿,即使考虑到海外上市的央企子公司,相比12万亿的央企总资产而言,仍然有巨量的未上市资源,更何况海外上市的央企子公司也都有回归A股的计划。央企所拥有的大量的未上市资源决定了相关上市公司未来资产注入的空间是十分巨大的,对上市公司基本面的改善也可能是翻天覆地的巨变。这也就意味着,投资于这些上市公司,未来可能获得的收益将是十分惊人的。

从股市的角度来看,也亟需一些大的企业集团上市。目前上市公司的结构明显存在金融股一股独大的问题,使得股指的波动性过大,并进而影响到股指期货的推出。这种局面只有在一些大的企业集团上市以后,使得上市公司结构更为均衡才可以解决。同时,大型集团的上市可以有效地缓解市场过剩的流动性,避免资产价格过度上升引发的危险。因此从这个角度来看,管理层对央企进行资产注入甚至整体上市必然给予大力支持。

三、整体上市的影响

整体上市之所以受到市场的追捧,最主要的原因就是整体上市可以实现多赢局面,有利于提升整个市场的价值。首先,整体上市消除了关联交易,从而大量减少上市公司弄虚作假的现象,使得上市公司的运作更加规范。其次,整体上市可以把更多、更优的资产注入上市公司中去,使得上市公司的质量得到根质的改善,有利于上市公司做大做强。最后,随着全流通时代的到来,整体上市既能体现大股东的真实价值,又给大股东一个合理的退出机



制,当然还有其他更多利于市场的好处,自然受到市场的追捧也就不足为奇。

虽然整体上市给市场带来了众多好处,也受到市场的热烈追捧。但对于整体上市概念的炒作,投资者也要多留心。首先,要关注上市公司之外的资产质量。因为以前不少集团公司为了达到上市目的,常常把自己最优质的资产放入到股份分公司内,其他不良资产都放在集团公司里。如今市场掀起整体上市题材炒作热,要提防少数大股东趁机借名把不良资产打包进入上市公司,这不但没有达到提高上市公司质量的目的,反而有借机兜售不良资产之实。其次,对于整体上市要关注其重组过程。是一次性注入,或是渐进式注入。再次,对于整体上市方式要多加关注。最后,也最为关键的是要关注大股东的实力。

这几点表面上来看,似乎对目前如火如荼的整体上市炒作影响不大,但实质上对投资者的未来长期收益影响十分巨大。因为只有实力强大的大股东,才有可能把自己最优质的资产注入公司内,才有能力完成相关公司之间的内部整合,才能给投资者乃至整个市场带来长期、真实的优质回报。而对于借整体上市之名,将不良资产注入上市公司的做法要多留一个心眼。对于以行业整合之名的整体上市概念,由于公司文化不同,可能带来复杂磨合等,使得新公司成本巨增的现象也应有所警惕。

四、整体上市过程中应注意的问题

(一) 整体上市面临着机遇,同时也存在着风险,还需要从以下三个方面规范和约束整体上市行为

首先,母子公司应先体检。为了谋求子公司上市,过去集团公司都倾其优质资源向上市公司倾斜和注入。上市公司利用资本市场,业绩得到了大幅度的改善和提升,而集团公司的发展境况往往不尽如人意,从而出现了一些上市公司的大股东,特别是集团公司巨额占用上市公司募集资金的情况。由于集团公司的资产质量优劣不一,也不透明和公开,因此,对有整体上市意愿的母子公司进行体检,是十分必要的,也是进行整体上市的前提。

其次,构筑母子公司防火墙。由于集团公司和上市公司存在着

千丝万缕的联系,特别是在股权结构、关联交易、募集资金的使用上存在较多的纠缠和瓜葛,不清晰的股权结构,不透明的关联关系,都会直接或间接影响上市公司整体质量。因此,构筑母子公司防火墙,是顺利进行整体上市的前提。

再次,整体上市也应有既定的业绩标准。不是大股东或实际控制人将全部或大部分资产注入了上市公司,整体上市就算完成。重要的是要对注入的资产质量进行有效的评估。同时,还应当对完成整体上市的公司进行跟踪和观察,并对其业绩变化进行适时评估,以了解其通过整体上市后,上市公司的质量状况是不是得到了提高,业绩是不是得到了大幅度增长,市场竞争力是不是得到了显著提升。

(二) 整体上市“文章”模糊 信息透明是保障

近期市场热点非整体上市概念莫属,只要哪家上市公司一有类似整体上市的传闻,股价自是牛气冲天。但是,这整体上市的“文章”模糊得很,有些上市公司连连发布公告否认有整体上市计划。有些则是称近期没有整体上市的计划,这话外音给人的感觉是近期没有,那么未来呢?模糊的整体上市传闻,未来计划的不明确,都使市场最惯用的炒朦胧手法用到了无以复加的极至。但无论整体上市的热度怎么吸引投资人的眼球,关键的问题是,这类对上市公司股价会产生重大影响的重要信息绝对不会掌握在中小投资人的手中,底牌是掌握在控股股东、上市公司管理层及大资金的手中。玩到最后,通常是没有底牌可看的信息弱势群体来埋单。要避免类似的资金通过传闻等手段操纵股价的办法来损害小股东的利益,最好的方法就是涉及此类信息的公司大股东们积极面对整体上市的新闻,完全没有这方面打算的大股东,就做出一个在多少年内没有整体上市计划的答复,来让不实传闻自动瓦解。而近期没整体上市计划的公司,在多少年内有此计划,不妨以具体的年限来透明地规划一下,以让小股东们做到心中有数。信息透明了,小股东对公司的未来战略心中有数了,靠炒朦胧来操纵股价以期获得短期暴利的资金也就无用武之地了。

(作者单位:厦门大学经济学院)

